

Finn  
Øystein  
BerghHalvor  
HoddevikTrym  
RiksenEspen  
SirnesKristoffer  
Stensrud

# Høye krav - lav pensjon

## Mange satser på avkastningen i aksjemarkedet når de sparer til pensjon. Men er avkastningskravene for høye?



**A**rlig gjennomføres en global spørreundersøkelse blant akademikere og praktikere om avkastningskravet i aksjemarkedet. Gallupen gjennomføres av professor Pablo Fernandez ved IESE Business School. I årets undersøkelse deltok 2732 personer fra hele verden, hvorav halvparten omtales som «professorer», mens den andre halvparten er praktikere. Deltagerne bes om å svare på følgende spørsmål: «Hvilken risikopremie bruker du for å beregne avkastningskravet i ulike land?».

Det er interessant å kartlegge eksperters krav til aksjemarkedsavkastningen over risikofri rente. Aksjer og avkastning er komplekse spørsmål som det ikke kan forventes av folk flest at



«Økonomenes overoptimistiske avkastningsprognoser fører til at samfunnet sparer for lite. Det fører ikke til at fly faller ned fra himmelen, men at verdien av fremtidens pensjoner er grovt overvurdert på grunn av for høye avkastningsforventninger», skriver Trym Riksen. Foto: Per Ståle Bugjerde

de har en kvalifisert formening om. La oss derfor se på ekspertenes avkastningskrav og om disse tallene tåler et kritisk blikk.

Når meravkastningskravene vektles på grunnlag av de enkelte aksjemarkedenes andel i verdensindeksen, finner vi at ekspertenes veide globale meravkastningskrav over risikofri rente havner på 5,1 prosent. Det er en viss spredning rundt dette snittet. Den minst kravstore fjerdedelen blant ekspertene setter avkastningskravet til 4,5 prosent, mens den mest kravstore fjerdedelen setter tallet til 6,1 prosent.

Til sammenligning har den historiske meravkastningen i

aksjer over risikofri rente vært 4,2 prosent i de 21 landene som i dette tilfellet utgjør det globale sammendraget. Historikken dekker perioden fra 1900 til og med 2015.

Hvis vi undersøker ekspertenes avkastningskrav i hvert land, finner vi at avkastningskravet ligger over den historiske erfaringen i 19 av 21 land. Når vi ser på kravene blant den minst kravstore fjerdedelen i utvalget, finner vi fortsatt at kravet ligger over den historiske erfaringen i 16 av 21 land.

Mye tyder på at det er et universelt fenomen blant eksperter at de har et krav til fremtidig meravkastning i aksjer

over risikofri rente som ligger godt over den historiske erfaringen. Hvorfor det er slik, sier ikke professor Fernandez & Co. noe om. Men vi kan synse litt.

Når vi undersøker et stort antall prognoser om løst og fast fra aksjeanalytikere, sjeføkonomer, sentralbanker og andre institusjoner i økonomi og finans, er det én fellesnevner i disse spådommene: Overoptimisme. Økonomer er en optimistisk gjeng. Normalt er det fint med optimisme - hvem orker i lengden å ha med pessimister å gjøre?

Dessverre har ikke systematisk optimisme noe i analyser å gjøre. Bare tenk hvordan det ville gå

hvis ingeniører var systematisk overoptimistiske og dimensjonerte infrastrukturen vår ut fra optimistiske scenarier?

Noen vil sikkert si at når økonomer overstyrer ingeniørens beregninger og kutter sikkerhetsmarginene i fly- og veitrafikk, har vi allerede kommet dithen at også ingeniørene er blitt en overoptimistisk gjeng, men alle forstår at vi i fysikkens verden ikke bør operere med systematisk optimisme eller pessimisme.

Analysen bør være nøkterne, ikke skjeve og fargede. Og så i samfunnsvitenskapene.

Vi har kanskje fått små hint om at fly kan falle ned når ingeniørens sikkerhetsmarginer kuttes til fordel for økonomenes krav til økt profitt gjennom overoptimistiske risikoscenarier. Det samme er i ferd med å skje på spare- og pensjonsområdet. Økonomenes overoptimistiske avkastningsprognoser fører til at samfunnet sparer for lite. Det fører ikke til at fly faller ned fra himmelen, men at verdien av fremtidens pensjoner er grovt overvurdert på grunn av for høye avkastningsforventninger.

Hvis økonomenes beregning av fremtidig pensjon befinner seg i himmelen, mens en mer nøktern analyse tilsier at de fremtidige pensjonsverdier bør settes lavere, står vi overfor en potensiell krasjlanding. En global pensjonskrasj.

**Trym Riksen**, leder av strategisk og taktisk aktivallotering i Formuesforvaltning

## Prioriterer det aller viktigste

DN hadde lørdag 4. juni en grundig presentasjon av de nye redningshelikoptrene og den prosessen som har ledet frem til valget av dem (Nawsarh-prosjektet - Norwegian all weather search and rescue helicopter). Arvtageren til dagens Sea King-helikopter vil representere et stort fremskritt for nødstedet og for pasienter. Den store kabinen inneholder to behandlingsplasser for intensivbehandling og kan transportere minst tre bærepassasjerer i tillegg. Det er god plass til ekstra behandlingsteam.

Til tross for denne gladhistorien er avisens forside preget av bekymrede legeeksperter. Helikoptrene kan angivelig ikke

brukes på de oppdragene det er flest av.

Generalsekretæren i Stiftelsen Norsk Luftambulans, professor Hans Morten Lossius, mener at Justisdepartementet heller skulle ha kjøpt mindre helikoptre, helikoptre som er bedre egnet til å lande tett ved trafikkulykker og som ikke trenger oppgraderte landingsplasser ved sykehusene. Professoren savner analyser.

Han kan ikke ha lest konseptstudiens rapport fra 2010. Der er det grundig dokumentert at redningshelikoptrenes aller viktigste oppgave er å kunne redde mange mennesker langt til havs - raskere og mer effektivt enn dagens Sea King kan gjøre. Et samlet storting sluttet seg til den prioriteringen.

Historien har vist at alvorlige ulykker til sjøs, med mange

mennesker involvert, forekommer hvert annet år i gjennomsnitt. I tillegg har redningshelikoptrene i oppgave å hente syke og skadede sjøfolk fra skip langt til havs. Fiskere har krav på like god beredskap som trafikkofre.

Redning langt til havs representerer ganske riktig ikke flertallet av oppdragene. Men der ute finnes det knapt andre redningsressurser. Over land er det annerledes. 13 ambulanshelikoptre utfører mange redningsoppdrag for Hovedredningssentralen. Vi har ni ambulansfly, en kvalifisert bil- og båtambulansetjeneste, redningsgrupper og andre frivillige, tjenester som utfyller hverandre godt.

Lossius mener likevel at landets redningshelikopter primært burde ha vært tilpasset akuttmedisinsk innsats på fastlandet, snarere enn å ha god

kapasitet til å redde mange nødstedte på sjøen.

Det bør fiskere, sjøfolk og oljearbeidere merke seg.

**Pål Madsen**, anestesilege, Helse- og omsorgsdepartementets representant i Nawsarh-prosjektet

## Misforståelse

Torbjørn Eika kommenterer i DN tirsdag vårt innlegg i DN 1. juni om SSBs beregninger av sysselsettingseffekten av ulike offentlige tiltak, beregninger som ble foretatt for Arbeiderpartiet. Vi skrev: «SSB skriver i brevet til Arbeiderpartiet at økt offentlig forbruk «svækker den kostnadsmessige konkurransevnen», og at sysselsetting utenfor offentlig forvaltning går noe ned. Det gjør at den samlede sysselsettingen faktisk også svekkes etter

oppgangen det første året eller to.»

Både i brevet til Arbeiderpartiet og i artikkelen i Økonomiske analyser hvor beregningene presenteres, er det figurer og tabeller som viser at i ett av de to alternativene med økt offentlig forbruk, faller sysselsetting noe igjen i slutten av beregningshorisonten, som er 2018 og 2019, etter oppgangen i 2016 og 2017.

Men vi har aldri ment å skrive at sysselsettingen i 2019 blir lavere enn før det offentlige forbruket ble økt, noe det ser ut til at Torbjørn Eika har oppfattet oss til å gjøre. Vi ser at ingressen til vårt innlegg kunne bidra til en slik misforståelse, men den var ikke vi ansvarlige for.

**Steinar Juel og Haakon Riekes**, Civita